

到11.13%。从1997年开始,经济发展速度有所回落,1998年、1999年的GDP增长率约为7.18%左右。消费需求乏力是经济增长回落的重要原因之一。经过20多年的改革开放,我国城市居民已步入小康生活,物质消费已基本上达到饱和,因此,引导居民消费结构升级,由物质消费转向精神文化消费是促进国民经济良性增长的重要举措。体育产业中的健身娱乐市场和竞赛表演市场等,在引导居民消费中潜力巨大。据调查统计,1992年~1997年,全国居民的文化体育消费年平均增长511%,在一些经济条件较好的城市如上海等,有43.17%的居民体育消费(包括健身娱乐、购买运动服装等)支出在100元以上。而在许多中小城市,体育消费水平还很低,市场潜力还有待进一步挖掘。

### 3. 国家投入,增加就业机会

体育产业是劳动密集型、提供多种就业机会的第三产业体育产业是一种劳动密集型行业,可以提供较多的就业机会。如投资20多亿元兴建的深圳观澜湖高尔夫球会和乡村俱乐部,不仅解决了当地2000多农民的就业,促进了港商、外商的投资,而且几年来俱乐部经营状况良好,资产正像滚雪球一样壮大。

### 4. 对GNP增长有不可低估的贡献

体育产业实现创汇主要有以下几个途径:一是通过出售电视转播权。这一项非常可观,如美国的NBA联赛、拳击、棒球等,由于比赛精彩,其收视率很高,各国转播这些体育赛事都要向美国电视公司支付大笔的费用。意大利、德国、英国、法国、西班牙、巴西等都有自己的特色体育节目(足球五大联赛等)深受世界各国体育迷们的喜爱。二是通过劳务输出,派遣高水平的教练员、运动员赴其它国家队、俱乐部等服役,其工薪等的汇兑,也是外汇项目的重要收入。在这方面最典型的是巴西的足球。三是通过赞助等方式向国外的大公司、大企业出售无形资产(冠名权、广告场地等)。四是透过体育与旅游相结合,利用冲浪、漂流、登山、狩猎等吸引国外游客,如瑞士的滑雪等,发展体育产业进而带来旅游业的巨额收益,可以从体育产业发达的国家窥见一斑。五是体育产品的出口。1997年我国体育用品出口创汇额达3818亿美元,1998年为45亿美元,近16%的年增长率,大约是同期GNP增长率的2倍。我国体育用品进口国主要是北美、日本、澳大利亚和西欧,但劳动密集型产品占较大比重,出口产品的结构有待提高。

### 四、结束语

综上所述,体育产业在社会经济发展中具有非常特殊的贡献,我国的体育产业化,将为体育事业的发展带来新的机遇,进而拓宽社会投资渠道、发展消费、扩大内需、刺激经济增长、优化产业结构创造条件。我国体育产业化发展,必须与整个社会主义市场经济的发展相协调。我国经济的发展离不开体育产业,体育产业的发展进程更离不开当前的社会经济,这足以表明我国体育产业的发展空间十分广阔。

### 参考文献:

[1]陈立新 傅伟:浅析我国体育产业发展现状与对策建议.体育科学研究.2003.6

[2]张志云:浅谈体育产业在国民经济增长中的作用[J].北京体育师范学院学报,2000(9):1~4

[3]工忠信:关于我国体育产业化的对策研究.体育科学,1995(3)

## 道德规范的法律进化

## —美国券商推荐的适合性规则研究

■ 原凯 厦门大学

[摘要] 券商适合性规则是券商在美国证券二级市场上为投资者推荐证券时所必须遵循的行业道德规范。但由于适合性规则在自律实践中的局限性,使得有关各方不断努力在道德领域外寻找对其进行法律化的途径,意图赋予其更强的规范约束力,这些途径包括行政监管,司法判决和仲裁实践等。适合性规则在道德和法律领域的上述多元发展和相互磨合成为美国证券领域中券商行为监管自律与他律相结合的典范。

[关键词] 券商 适合性规则 道德规范

适合性规则(suitability rules)是券商(broker-dealer)在美国证券二级市场向客户推荐证券时须遵守的职业道德规范,它“表达了一种关于投资的朴实真理:投资决定只能在考虑投资者目标和需要的前提下做出”。推荐是券商和投资者发生利益冲突的典型环节,因此从公平交易原则出发,美国行业自律组织(self discipline organization,以下简称SRO)一般通过适合性规则对券商推荐行为加以规制。以影响最为广泛的SRO美国全国证券交易商协会(National Association of Securities Dealers,以下简称NASD)公平执业规则2310条为例,其规定成员必须在了解客户的情况并且进行尽职调查的基础上才能进行推荐。除了上述2310规则,NASD还有很多其他涉及适合性的规则,涉及到了证券交易的方方面面和不同类型。随着证券市场的发展和专业化程度的加深,适合性规则愈显重要,但作为道德规范其在自律实践有难以逾越的障碍,包括规则自身的模糊性和争议性,NASD执行机制的不足和NASD作为行业组织的天然利益倾向性等。适合性规则自律实践的上述困境迫使其超出道德的范畴,沿着行政、司法和仲裁的路径启动法律化的进程。

### 一、美国证券交易委员会对适合性规则的阐释与发展

证券交易委员会(Securities Exchange Committee以下简称SEC)一直试图对适合性规则的法律性质问题作出一个满意的回答。由于在证券领域专业SEC的权威为法院所尊重且对其负责实施的成文法及其行政法规有优先解释权,因此SEC在适合性规则法律化上有着重要影响。而SEC在行政决定和意见中以代理理论、特殊情况理论和招牌理论形成了券商适合性义务的法律论述。

代理理论是sec最早的分析券商适合性义务的理论工具,主要基于对券商经纪服务的分析。SEC认为在经纪服务的过程中,券商适合性义务内涵于代理人义务中。代理人忠实义务要求券商在证券交易遵守公平交易原则,这是适合性义务的基础,而注意义务决定了券商作为善良管理人必须根据其专门知识技能及对客户勤勉调查的结果选择适合的证券,这也恰是适合性义务内容。

代理关系理论缺陷在只适用于经纪服务场合,难以覆盖自营服务情况。因此,SEC必须寻求一种基础更广泛的理论作为解释框架,这即信赖关系理论。

券商信赖关系理论认为券商与客户之间的关系是基于信任和依赖,因此属于一种衡平法上的信赖关系,其内容就是信赖义务,具体也包括忠实义务和注意义务。SEC先后通过属于信赖关系理论的“特殊情况理论”和“招牌理论”对券商的适合性义务进行分析,其中影响较大的是招牌理论。“特殊情况”理论指的是在某种特殊情况下,投资者对券商事实上产生了信任和依赖,两者间构成了信赖关系,从而券商负有包括适合性义务在内的信赖义务。“特殊情况”理论拘泥于一时一事的分析,因此在实际中有很大的局限。而招牌理论认为联邦证券法明文规定了SRO的规则必须以公平交易宗旨为依归,而券商加入SRO并取得成员资格的法律事实相当于默示陈述了其对该宗旨的接受,从而就必须承担公平交易的责任和义务。就适合性规则而言,其作为上述公平交易宗旨的体现不言而喻也是成员券商所应该遵守的。另外,普通法中的“挂出”(holding out)理论也认为,券商注册和加入SRO的行为相当于向公众表明自己拥有证券交易特殊知识和技能,从而必须适用更高标准的注意义务,适合性规则是这种更高的注意义务的必然结果。在Charles Hughes一案中,成立于纽约的柜台市场交易商Charles Hughes被撤销证券交易资格,原因是其持续向客户销售价格远高于当前市场水平的证券,而未向客户披露加价。在这个案件中由于Charles Hughes客户之间的交易属于自营性质,因此双方并不属于代理关系性质,此外,与SEC适用“特殊情况”理论的Arleen W. Hughes案不同,其与客户之间客观上不存在可以产生信赖关系的“特殊情况”,SEC对本案中券商义务的阐释完全基于券商的证券交易资格而非其他偶然的事实情况,既然Charles Hughes的交易资格默示陈述了其与客户之间进行公平交易的责任,那么其在未披露市场价格的情况下过度加价的行为无疑就是对公平交易责任和适合性义务的违反。可见,招牌理论的最大特点是仅从券商注册资格出发通过逻辑推演就能得到券商负有公平交易责任和适合性义务的结果,是适合性规则法律化的一个良好途径。

虽然对适合性原则有所发展,但SEC行政机制局限性在于:一方面,在主体资格上行政程序只能限于作为行政监管部门的SEC和作为行政相对人的券商,普通投资者不能象在司法程序中一样,直接向券商主张挽回损失,另一方面,在券商对投资者的赔偿方式和赔偿标准上,SEC只能在有限的几种处罚方式之间以及一定界限的金额内选择,与正常民事诉讼的救济手段和救济力度有较大差距。在此情况下,适合性规则进入司法体系也成为一种必然的选择。

## 二、联邦证券法10b-5反欺诈规则下适合性之诉

适合性规则在司法领域的应用体现在联邦证券法10b-5反欺诈规则下适合性之诉上。主流司法意见认为,券商违反SRO规则的行为除非严重到了构成欺诈的程度否则不能作为民事诉由,并

且即使构成欺诈,违反SRO规则的事实本身也只能是认定欺诈的证据或者要件之一。此外,券商违反适合性规则的行为即使构成欺诈,也明显不属于1934年证券交易法中少数规定有明示诉权的反欺诈条款管辖范围,因此只能通过默示诉权的途径进行司法救济。在此情况下,作为默示诉权主要依据的联邦反欺诈兜底条款的10b-5规则因其适用范围的广泛性成为适合性之诉的不二之选。自上世纪70年代中期以来,联邦法院在默示诉权的范围上施加了种种限制,不仅将主体资格仅仅限于证券的买卖双方,而且还要求被告基于故意行事而且行为具有欺诈性,这为投资者的适合性之诉设置了巨大的障碍。

10b-5规则下违反适合性义务构成欺诈的一种形式是不真实陈述和遗漏重要事实,美国法院在Banca Cremi S.A.v.Alex. Brown and Sons, Inc.一案就此给出了五要件认定标准:(1)购买的证券不适合购买者的需要。(2)被告知道或者能合理的相信证券不适合于购买者的需要。(3)被告为购买者还是推荐或者买入了上述不适合的证券。(4)被告故意进行与证券适合性有关的实质性虚假陈述(或在对购买者有义务的情况下没有披露实质性的信息)。(5)购买者合理依赖被告的欺诈行为并导致损害。在上述五要件中,投资者只要通过交易记录和其他书面材料就能轻易证明其中的客观要件,如所购证券的不适合以及券商的推荐和客户购买行为,也能容易证明作为专业人士的券商对明显不适合的证券应有一种“知道或合理相信”。但标准中的主观要件部分即券商的故意与投资者的合理依赖则往往难以证明。从券商故意的角度来说,绝大多数适合性之诉中,券商主观判断即使存在错误也不十分明显,再加上券商可能尽到一定的勤勉义务如获取客户信息和做过一定的证券调查,这使得客户难以证明券商主观上的故意,而最多只能证明其存在疏忽,而疏忽不能成为10b-5规则下成立欺诈的主观要件。而就合理依赖而言,客户自身的专业知识和投资经历,券商对其一定程度的信息披露都可以称为阻止其成立的理由。10b-5规则下违反适合性义务构成欺诈的另一种形式是直接通过某种行为进行欺诈。在该类案件中,券商一般对客户账户行使法律上或者实际上的控制权,违反适合性义务的券商通过滥用或超越权限的方式从事对客户不适合的证券交易。在O'Connor v. R.F.Lafferty & Co.一案中,法院就券商直接通过行为进行不适合证券交易构成欺诈提出了如下标准:(1)经纪商推荐(在全权账户下则是购买了)以投资者目标而言是不合适的证券。(2)经纪商推荐或者购买证券存在意图欺诈或者轻率的忽视投资者的利益。(3)经纪商控制了投资者账户。将此欺诈构成标准和上述基于不真实陈述和遗漏重要事实的欺诈构成标准进行比较,可以发现除了由于前者以券商控制账户为前提,因此无需证明投资者的合理依赖外,同样都要对券商的主观动机即故意(直接故意或轻率)进行举证,而这恰恰是投资者所难以突破的。

10b-5规则下的适合性之诉困境深层原因在于一方面10b-5规则和适合性规则在券商注意标准上存在差异。后者作为道德规范要求券商达到善良管理人的注意标准,而前者仅要求一般注意。另一方面,适合性作为道德标准所具有的弹性与侵权法下欺

诈概念的刚性存在着冲突,这突出反映在上述主观要件认定的困难上。因此,适合性规则的法律化必须考虑券商的特殊性,不能简单套用适用一般主体的法律规则,而且道德规范不能完全转化为法律标准,始终总会存在这样或者那样的漏洞和模糊。针对上述问题,晚近以来各方试图通过引入证券仲裁机制重启适合性规则的法律化进程,以“酒肆责任”案例为代表的仲裁实践成为其典型代表。

### 三、证券仲裁与适合性规则——以“酒肆责任”为例

所谓证券仲裁指证券纠纷的各方通过仲裁协议的方式将其争议提交中立的第三方仲裁机构裁决的争议解决方式,其原是自律组织解决内部纠纷的一种机制。随着行业仲裁规则的统一和完善,联邦仲裁法的实施和日益增多的证券纠纷对替代争端解决方式的需求,证券仲裁越来越具有紧迫性和可行性。由此,联邦最高法院通过 *McMahon v. Shearson / American Express, Inc.* 和 *Rodriguez de Quijas v. Shearson / American Express, Inc.* 案确立了证券仲裁地位,明确了其强制性和权威性。此后,仲裁协议越来越成为券商与客户之间的必备条款,SEC甚至要求自律组织在章程中强制规定成员接受投资者仲裁申请的义务。

证券仲裁对适合性规则的发展集中体现在券商“酒肆(dram shop)责任”案例中。所谓的“酒肆责任”最早来源于英国的一项法律,规定酒馆对在其内醉酒的客人负有中断提供酒类的义务。券商酒肆责任理论认为券商客户账户关系的存在本身就是券商对客户有积极影响即“推荐”的证明,由此券商需要根据适合性规则对客户在关系存续期间的一切行为负责,包括对客户的不适合投资负有警告和拒绝的义务。

在酒肆责任的相关案例中,仲裁员充分发挥仲裁机制专业、秘密和高效的优点,从最大程度保护普通投资者立场出发,灵活选取判决依据,从不同角度对券商的“酒肆责任”予以支持。成为适合性规则与仲裁机制结合的典范。在 *peterzell v. Charles Schwab & Co.* 一案中,原告人 *peterzell* 在被告 *Charles Schwab* 公司开立证券期权账户,在遭受交易损失后 *peterzell* 基于适合性规则提起仲裁,要求 *Charles Schwab* 公司赔偿损失,理由是 *Charles Schwab* 公司不适合的引导原告进行与其投资目标不相符合的证券期权交易。经调查,在本案中,在账户开立之初,原告曾向被告虚假陈述,声称其富有证券期权投资经验。另外原告在投资策略错误、投资损失持续扩大的情况下仍轻率的继续投资。与此形成对照,被告从一开始就告知原告,其在证券期权方面的不能提供专业指导并就相关证券期权向原告提供了书面说明,此外在原告交易过程中也不能证明被告有任何类似于推荐的行为。因此就本案而言,投资者并未与券商之间形成代理或者信赖的关系,也不存在券商欺诈的可能,而且原告对于不适合投资在主观上也有明显过错。但仲裁意见认为,根据适合性规则,券商有义务持续的监控原告投资的适合性,在整个关系存续期间,原告在任何时候跨越了适合性的界限,被告都有义务有所行动以履行酒肆责任,而不能以客户的过错以及其他具体情况免责,本案最终裁决券商应承担赔偿投

资者的部分损失的民事责任。在 *Cass v. Shearson Lehman Hutton* 一案中,NASD的仲裁员直接从纽约证券交易所道德性的自律规则405条导出了被告的民事法律责任,认为被告未能对原告的财务情况及其投资适合性进行尽职调查并阻止其灾难性的交易策略,从而违反了交易所的适合性规则即405条下的酒肆责任,应对被告进行部分赔偿。

从上述案例中可以看出,证券仲裁通过酒肆责任对券商适合性义务进行了最大程度的扩张,这既结合了仲裁机制自身的优势,也有利于投资者最大程度的挽回损失并建立对证券交易市场的信心。而作为适合性义务的特殊形式,酒肆责任在某种意义上已等同于对证券交易的实质性审查。

### 四、结论

本文就美国券商的适合性规则的来源及其在不同领域实现机制进行了系统性的梳理和阶段性的分析,但需要注意的是,适合性规则的不同实现机制并非是互相替代的,相反它们是相辅相成互相补充的。

作为道德规范,适合性规则在法律领域的进化轨迹不仅反映了美国合作性证券规制体系中自律与他律的良性互动,也反映了日趋日益复杂化和专业化的美国证券市场体系对法律与道德紧密结合的需求。由于与行业趋势的契合,适合性规则长远上看必将得到更大提升,因此如何进一步厘清适合性的含义及其标准并减少其随意性,如何更加恰当的寻找适合性的法律依据以促进其发展,将成为适合性规则进一步发展的关键。

### 参考文献:

- [1] See John G. Gillis and Emily C. Hewitt: Securities Law and Regulation, Financial Analysts Journal, Vol. 39, No.5 1979,p10
- [2] See NASD Rules 2310
- [3] See Clifford E. Kirsch: Broker-dealer Regulation, Practising Law Institute, 2004, pp.6 ~ 4 ~ 6 ~ 20
- [4] See Charles Hughes & Co. v. SEC, 139 F.2d 434 (2d Cir. 1943)
- [5] See Cheryl Goss Weiss: Review of the Historic Foundations of Broker-Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty, Journal of Corporation Law, Vol.23 1997,p101
- [6] 参见托马斯·李·哈森:证券法.中国政法大学出版社,2003年版,第648~649页
- [7] See Banca Creml, S.A. v. Alex. Brown & Sons, 132 F.3d 1017
- [8] See O'Connor v R.F. Lafferty & Co., 965 F.2d 893, 897 (10th Cir 1992)
- [9] 参见沈四宝 王晓川 沈建中 马其家:美国证券仲裁及其启示.证券市场导报,2003年1月,第61~63页
- [10] See Lowenfels, Lewis D., Bromberg, Alan R.: Beyond Precedent: Arbitral Extensions of Securities Law, Business Lawyer Vol 57 2001,p1001
- [11] See Lewis D. Lowenfels, Alan R. Bromberg: Suitability in Securities Transactions, Business Lawyer, Vol. 54, No. 4, August 1999, pp. 1594 ~ 1596